

令和 5 年 4 月 27 日現在

機関番号：34416

研究種目：基盤研究(C)（一般）

研究期間：2019～2022

課題番号：19K01768

研究課題名（和文）自己株式の取得に関する総合的研究

研究課題名（英文）Comprehensive studies on share repurchase

研究代表者

太田 浩司（Ota, Koji）

関西大学・商学部・教授

研究者番号：70366839

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 2,400,000円

研究成果の概要（和文）：本申請研究では、研究期間中に、自社株買いに関する論文4本、会計情報に関する論文3本の、合計7本の論文の成果を得ている。本申請研究の主要な成果である自社株買いに関する研究論文4本では、自社株買いの達成率にみられるレピュテーション効果、わが国独自の自己株式取得方法であるToSTNeT買付による自社株買いの実態、ToSTNeT買付の時間的制約や現行制度の不備をついた疑わしい自社株買い取引、Open Market Repurchaseによる自社株買いの公表から生じる過小評価シグナリングの強度調整行動について調査を行い、幾つかのわが国特有の証拠を発見している。

研究成果の学術的意義や社会的意義

本申請研究から生み出された自社株買いに関する一連の研究により、わが国企業の実施する自社株買いの実態の一端を明らかにすることができた。具体的には、わが国独自の自己株式取得方法であるToSTNeT買付による自社株買いには制度にループホールがあるということや、Open Market Repurchaseを公表する企業の経営者はシグナリングの強度を調整することによって市場に正しい情報を伝達しようとしているということが明らかになった。

研究成果の概要（英文）：During the 2019-2022 period of this research grant, I published a total of seven papers, including four papers on share repurchase and three papers on accounting information. In particular, the four papers on share repurchase investigated 1) the reputation effects concerning repurchase program completion rates in Japan; 2) the reality of share buybacks via ToSTNeT, which is a unique method of acquiring own shares in Japan; 3) questionable share buyback transactions exploiting the time constraints of ToSTNeT buybacks and the inadequacies in the current system; and 4) the signaling strength adjustment behavior of managers who are announcing share buybacks by Open Market Repurchase and buyback-unrelated bad news simultaneously. Through the investigation of these studies, I have found some evidence that is unique to Japanese firms.

研究分野：コーポレートファイナンス

キーワード：自社株買い ToSTNeT買付 シグナリング強度調整仮説

1. 研究開始当初の背景

日本における自社株買いの研究は数多く存在しているが、そのほとんどは、米国における先行研究に依拠したものであり、日本独自の自社株買い制度を取り扱った研究は未だ少ない。そこで、本研究では、わが国特有の開示制度や買付制度を利用することによって、自社株買いの新たな側面を解明することを目的としている。

2. 研究の目的

本申請研究では、() 自社株買いの達成率にみられるレピュテーション効果の検証、() わが国独自の自己株式取得方法である ToSTNeT 買付による自社株買いの実態の調査、() ToSTNeT 買付の時間的制約や現行制度の不備をついた疑わしい自社株買い取引に関する調査、() Open Market Repurchase による自社株買いの公表から生じる過小評価シグナリングの強度調整行動の 4 点について実証的なアプローチで検証を行っている。

3. 研究の方法

わが国においては、上場企業の自己株式取得や終了に関するアナウンスメントは、全て、東京証券取引所の運営する TDnet で速やかに開示されなければならない。そこで本研究では、最初に、企業の自社株買いに関する開示情報を TDnet から取得し、それをデータベース化する。具体的には、企業が自社株買いを決議した場合には、「自己株式取得に係る事項の決定に関するお知らせ」、取得が終了した場合には、「自己株式の取得終了に関するお知らせ」というタイトルで、東京証券取引所の運営する TDnet において即座にその内容が開示される。そこで、これらの開示資料から、以下の項目に関するデータを取得する。

- ・取得公表日および公表時間
- ・法的根拠：取締役会決議なら会社法第 165 条 or 第 459 条，株主総会決議なら第 156 条
- ・取得理由：1=機動的な資本政策，2=資本効率の向上，3=株主価値（株主利益）の向上，4=ストックオプション，5=株主利益還元，6=株式交換，7=資本構成の再構築，8=その他
- ・取得予定期間
- ・株式の種類：1=普通株式，2=優先株式，3=後配株式
- ・予定する自己株式の取得総数
- ・予定する自己株式の取得総額
- ・予定取得方法：0=不明，1=市場買付，2=ToSTNeT2 買付，3=ToSTNeT3 買付
- ・発行済株式数（自己株式を除く）および自己株式数
- ・取得終了公表日および公表時間
- ・実際の取得方法：1=市場買付，2=ToSTNeT2 買付，3=ToSTNeT3 買付
- ・実際の自己株式の取得総数
- ・実際の自己株式の取得総額

次に、自社株買いの達成率に関する研究については、自己株式取得期間および達成率を測定し、さらには、自己株式取得公表日前後の市場の反応を検証する。その他にも、自己株式取得公表日に同時に公表されている他の情報の情報内容を精査し、それを Good News と Bad News に識別する、ToSTNeT 買付の売主を、大株主情報や変更報告書から推定して、その売主が企業の内部者に該当するかどうかについて調査する予定である。

4. 研究成果

申請者は研究助成期間中に本申請研究に基づいて、計 7 本の学術論文を刊行しているので、これらの論文から得られた主要な知見について述べる。最初に、「Does reputation matter? Evidence from share repurchases」では、自社株買いのレピュテーション効果について検証している。レピュテーション効果とは、市場が企業の開示する情報を信頼性の高いものであると判断した場合には大きく反応し、逆に低いとみなした場合には反応が小さくなるという効果のことである。本稿では、自社株買いの達成率（実際取得株式数 / 予定取得株式数）の高さは企業のレピュテーションを高めると考えて、過去の自社株買いの達成率が現在の自社株買いの公表に対する市場の反応に与える影響を、短期で調査している。結果は、過去の達成率が高くてレピュテーションが高い企業ほど、現在の自社株買いの公表に対する市場の反応はより大きくなっており、わが国市場におけるレピュテーション効果の存在を支持するものであった。この結果は、企業と市場の間には信頼関係が存在しており、企業のレピュテーションを高めることは、企業価値にプラスに作用することを示唆するものといえる。

次に、「ToSTNeT 買付による自社株買いの実態」では、わが国独自の自己株式取得方法である ToSTNeT 買付の取引実態について、2008～2012 年の間に実施された 898 個の ToSTNeT 買付をサンプルとして調査を行っている。調査の結果、一般報告による変更報告書が利用可能な 112 個の ToSTNeT 買付の内、その 4 分の 3 に当たる 85 個の ToSTNeT 買付について、株式売却が単独の株主によって行われていることが明らかになった。また、自己株式取得企業と売却株主との間には、

売却株主の 7 割が取得企業の筆頭あるいは次席株主である，売却株主が個人である場合には自身が取得企業の代表取締役を務めている等の密接な関係が存在するということがわかった。これらの結果は，企業の ToSTNeT 買付による自己株式取得が，実質的に企業内部者との間の相対取引となっていることを示唆するものといえる。

第 3 に，「Share Repurchases on the Tokyo Stock Exchange Trading Network」では，以下のことを明らかにしている。Tokyo Stock Exchange Trading Network (ToSTNeT) による自社株買いは，企業が立会時間外の非常に短い期間内に固定価格で自社株を買い戻すことができる，日本独自の自社株買い方法である。そして本研究からは，自社株買い企業の経営者が，企業と経済的に密接な関係にある特定の売り手を優遇するために，この ToSTNeT 買付を利用しているということが明らかになった。またさらなる調査からは，個人投資家が ToSTNeT で保有株式を売却することは実質的には不可能であるということが明らかになった。これらの研究結果は，ToSTNeT 買付の抜け道を狭め，日本における自社株買いのインテグリティを保護するのに役立つかもしれない。

最後に，「Signal Strength Adjustment Behavior: Evidence from Share Repurchases」では，Open Market Repurchase の発表に関するシグナリングの強度調整行動を調査することにより，既存のシグナリング仮説を拡張している。Open Market Repurchase が自社株を買い戻す企業にとって拘束力のないコミットメントであることを考えると，株式市場は，企業の Open Market Repurchase 発表から生じる過小評価シグナルの信憑性を疑う可能性がある。そこで企業の経営者は，OMR 公表に関する過小評価シグナルを強化するためのさまざまなメカニズムを駆使するであろうと考えられる。本研究では，Bad News が Open Market Repurchase と同時に公表され，Open Market Repurchase からのシグナルの信頼性が脅かされた場合に，自社株買い企業の経営者が Open Market Repurchase プログラムの内容を変更するかどうかを調査している。本研究の結果からは，シグナル強度調整仮説と一致して，自社株買い企業の経営者は，同時公表される Bad News の大きさに応じて，自社株買いの規模（期間）を増加（短縮）するということがわかった。またこの研究からは，株式市場がシグナル強度の調整に対して正に反応することを示す結果が得られており，シグナル強度調整情報が市場にとって有益であるということを示唆している。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計7件（うち査読付論文 5件/うち国際共著 2件/うちオープンアクセス 5件）

1. 著者名 Ota Koji, Lau David, Kawase Hironori	4. 巻 143
2. 論文標題 Signal strength adjustment behavior: Evidence from share repurchases	5. 発行年 2022年
3. 雑誌名 Journal of Banking & Finance	6. 最初と最後の頁 106545 ~ 106545
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) 10.1016/j.jbankfin.2022.106545	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスとしている (また、その予定である)	国際共著 -
1. 著者名 Lau David, Ota Koji, Wong Norman	4. 巻 30
2. 論文標題 The need for speed: an intuitive approach to understanding the relationship between audit quality and management earnings forecasts	5. 発行年 2022年
3. 雑誌名 Meditari Accountancy Research	6. 最初と最後の頁 185 ~ 212
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) 10.1108/MEDAR-11-2020-1071	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスとしている (また、その予定である)	国際共著 該当する
1. 著者名 太田浩司	4. 巻 74
2. 論文標題 無形資産調整済み簿価時価比率 (iB/M) の有用性	5. 発行年 2022年
3. 雑誌名 企業会計	6. 最初と最後の頁 29 ~ 37
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -
1. 著者名 Ota Koji, Lau David	4. 巻 61
2. 論文標題 Share repurchases on the Tokyo Stock Exchange Trading Network	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 Journal of the Japanese and International Economies	6. 最初と最後の頁 1-17
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) 10.1016/j.jjie.2021.101148	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスとしている (また、その予定である)	国際共著 -

1. 著者名 太田浩司・向真央	4. 巻 56
2. 論文標題 女性役員が負債コストに与える影響の実証研究	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 証券経済学会年報	6. 最初と最後の頁 3-30
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスとしている(また、その予定である)	国際共著 -

1. 著者名 太田浩司	4. 巻 65(3)
2. 論文標題 ToSTNeT買付による自社株買いの実態	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 関西大学商学論集	6. 最初と最後の頁 43~67
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 Ota Koji, Kawase Hironori, Lau David	4. 巻 58
2. 論文標題 Does reputation matter? Evidence from share repurchases	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 Journal of Corporate Finance	6. 最初と最後の頁 287~306
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) 10.1016/j.jcorpfin.2019.05.006	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスとしている(また、その予定である)	国際共著 該当する

[学会発表] 計2件(うち招待講演 1件/うち国際学会 0件)

1. 発表者名 太田浩司
2. 発表標題 無形資産調整済み簿価時価比率(iB/M)の有用性について
3. 学会等名 日本経済会計学会第39回年次大会, 大阪大学(招待講演)
4. 発表年 2022年

1. 発表者名 太田浩司, 向真央
2. 発表標題 女性役員が負債コストに与える影響の実証研究
3. 学会等名 第4回日本ディスクロージャー研究学会Workshop
4. 発表年 2019年

〔図書〕 計0件

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8. 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関		
ニュージーランド	The University of Auckland		